

2019.03.19

评级: 增持
 上次评级: 增持

社区拼团、前置仓、门店到家谁主浮沉？

——生鲜新零售模式全方位对比分析

	瞿猛 (分析师)	彭瑛 (分析师)
	021-38676442	021-38674933
	zimeng@gtjas.com	pengying@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880517120002

本报告导读:

生鲜新零售经历了不同模式的演变,从SKU、时效、定价等维度比较,门店到家和前置仓体验较好、社区拼团盈利能力较强,不同模式适用的客群和场景存在明显差异。

摘要:

- **投资建议:** 生鲜新零售快速发展,不同模式客群差异明显,传统商超加快线上线下融合。前置仓面向一二线城市时间敏感度较高、价格敏感度较低的年轻消费者,和大卖场主流消费群体差异明显,配送体验好但产品丰富度少于超市。社区拼团面向低线城市时间敏感度较低、价格敏感度较高的消费者,通过预售制+爆款实现较好的盈利能力,但品项和时效性有限。传统商超正通过到家和拼团服务覆盖更多年轻消费者,在SKU、价格、时效性等方面具备优势,综合体验较好。**建议增持:永辉超市、家家悦、步步高,受益标的:高鑫零售。**
- **社区拼团、前置仓、门店到家的用户群体存在明显差异。**社区拼团起源于长沙,主要在二三线城市发展,龙头用户中70%+来自于二三线城市,30岁以上和以下的用户几乎各占一半,用户画像主要为生活节奏较慢但价格敏感度较高的消费者。前置仓模式起源于北京,发达一二线城市是其主战场,消费者以年轻人为主,每日生鲜的用户中,24岁以下占比40%,30岁以下累计占比超过70%,显示生活节奏较快,时效性要求高的年轻人是其主要消费者。门店到家模式适用的客群更加广泛,盒马的用户中25-34岁的用户占比53%,35岁以上的用户占比40%,家庭消费才是盒马的主要购物场景。
- **从用户体验角度看,门店到家和前置仓综合体验较好,社区拼团价格优势明显。**从品项丰富度、时效性、定价三个角度来看:(1)SKU:门店到家1w个以上,前置仓1500-2000个,社区拼团少于200个;(2)时效性:门店到家和前置仓:30-60分钟送达,社区拼团:最快次日达;(3)生鲜产品定价:社区拼团、永辉超市和前置仓价格优势明显;(4)食品用品定价:高鑫零售、永辉超市价格优势明显。
- **从盈利能力角度看,社区拼团优于门店到家和前置仓。**从关键指标看:(1)客单价:社区拼团最低,仅30-40元,除盒马以外的前置仓和门店到家企业客单价均在55-65元,差异不明显;(2)毛利率:社区拼团通过预售和差异化选品实现了25%-30%的毛利率,高于门店到家和前置仓20%-25%的毛利率;(3)履约成本和引流成本:社区拼团通过团长组织销售、完成配送,团长的佣金费用率仅为11%左右,但门店到家和前置仓模式仅最后一公里配送成本就高达7元/单(对应12%的履约成本),外加5%-10%的拉新和营销费用,费用率高于社区拼团。未来打通模型的关键在于通过增加SKU和自有品牌提高客单价和毛利率,或通过加盟等模式外包配送和拉新环节,不断优化费用率。
- **风险提示:** 竞争加剧导致盈利能力下滑,经济增速下行抑制消费等。

相关报告

批发零售业:《复盘“四万亿计划”,看消费股表现》	2019.02.17
批发零售业:《各式业态百花齐放,下沉市场正被挖掘》	2019.02.11
批发零售业:《超市、化妆品、黄金珠宝获得加仓》	2019.01.27
批发零售业:《大消费十年复盘,2019看谁能穿越周期》	2019.01.24
批发零售业:《必选消费和渠道下沉公司表现优异》	2019.01.22

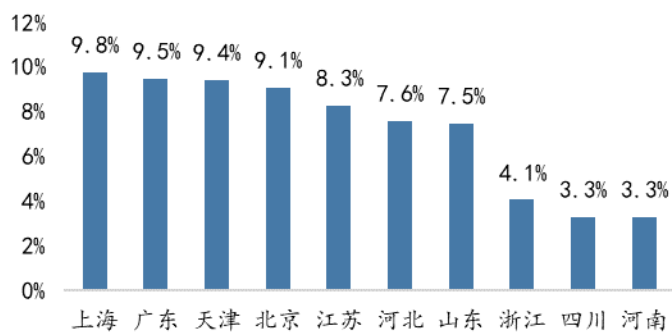
目 录

1. 社区拼团、前置仓、门店到家用户场景对比.....	3
2. 社区拼团、前置仓、门店到家经营特点对比.....	4
3. 社区拼团、前置仓、门店到家盈利模式对比.....	10
4. 投资建议.....	13
5. 风险提示.....	13

1. 社区拼团、前置仓、门店到家用场景对比

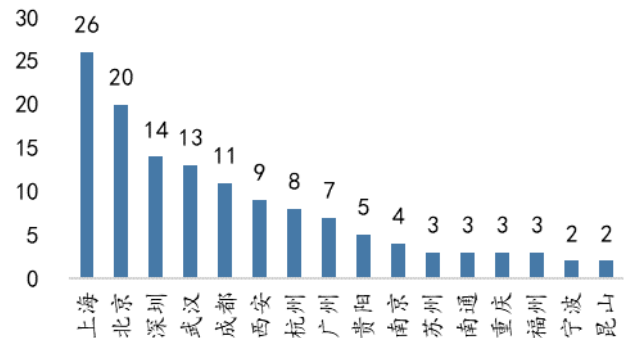
社区拼团、前置仓、门店到家的适用场景、客户群体各有不同。前置仓模式的典型特征是区域密集建仓，不论是每日优鲜、朴朴超市还是叮咚买菜，都选择先在区域市场发展，建立竞争优势后再逐步拓展新的城市。从城市定位来看，一线城市和部分发达二线城市是前置仓主要战场：以每日优鲜为例，其用户主要分布在北上广、天津江苏等经济发达地区，而叮咚买菜目前仅在上海布局，说明前置仓模式更加适合对于便利性要求较高、生活节奏较快的用户群体。相比之下，社区拼团起源于长沙，截至目前大部分企业仍然选择在二三线城市发展，一线城市的渗透率反而较低，根据 QuestMobile 的统计，你我您、美家优享、兴盛优选的用户中 70%以上来自于二三线城市（包含新一线城市），下沉趋势明显，说明社区拼团模式更加适合生活节奏较慢、价格敏感度较高的用户群体。而门店到家用户的群体更加广泛、定位各异，盒马在全国 21 个城市拥有 138 家门店，其中 67 家位于一线城市，占比 49%，目前仍主要聚焦在发达一二线城市拓展；截至 2018H1，高鑫零售在全国 220 多个城市拥有 472 家门店，其中三四线城市占比 67%，目前已全部接入淘鲜达服务。

图 1：每日优鲜用户以发达地区为主（2018）



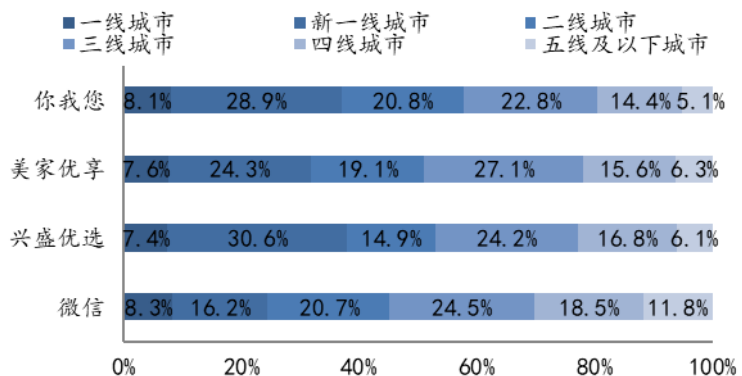
数据来源：mUserTracker、国泰君安证券研究

图 2：盒马门店布局以发达一二线城市为主（2019.02）



数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

图 3：社区拼团以二三四线城市用户为主（2018.12）



数据来源：《QuestMobile 社区拼团洞察报告》、国泰君安证券研究

注：根据第一财经分类，2018 年 15 个新一线城市依次为成都、杭州、重庆、武汉、苏州、西安、天津、南京、郑州、长沙、沈阳、青岛、宁波、东莞、无锡

前置仓以年轻用户为主、主要面向个人消费需求，社区拼团和门店到家的用户群体更加宽泛，面向个人消费和家庭消费。根据艾媒统计，每日优鲜的用户群体中，24岁以下的消费者占比接近40%，30岁以下的消费者累计占比超过70%，年轻人是绝对的消费主力，由此我们可以推断每日优鲜的消费需求主要面向个人消费需求。而社区拼团的用户群体中，24岁以下的消费者占比约25%，30岁以下消费者累计占比50%左右，年轻人和中老年人旗鼓相当，显示其中既有个人消费需求也有家庭消费需求。而盒马的用户中25岁-34岁的用户占比最高，达53%，35岁以上的用户占比为40%，显示家庭消费才是盒马的主要消费需求。

图 4：每日优鲜 24 岁以下客户占比多（2018.06）

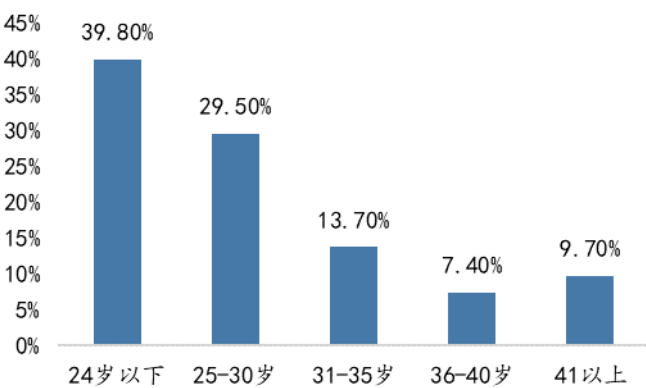
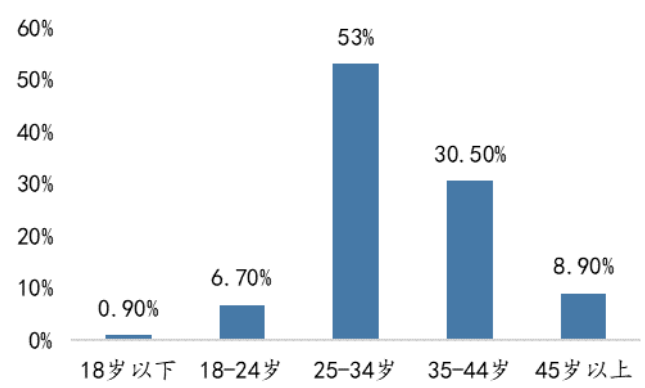


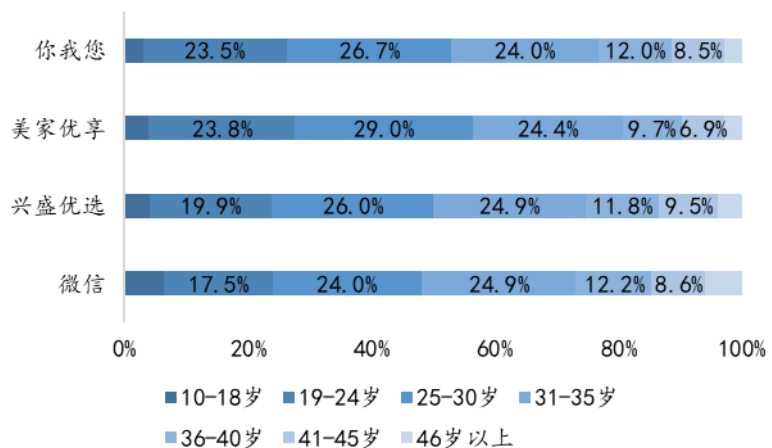
图 5：盒马的用户年龄比每日优鲜更大（2017）



数据来源：艾媒北极星《2018 中国手机 APP 夏季指数·生鲜新零售》、国泰君安证券研究

数据来源：Mobdata《2017 年中国新零售研究报告》、国泰君安证券研究

图 6：社区拼团的主要客户在 19-35 岁之间（2018.12）



数据来源：《QuestMobile 社区拼团洞察报告》、国泰君安证券研究

2. 社区拼团、前置仓、门店到家经营特点对比

前置仓模式对标菜场和社区超市，SKU 介于 1500-2000 个，客单价 50 元左右，配送时效性高、客户体验较好。2014 年底，来自联想佳沃集团

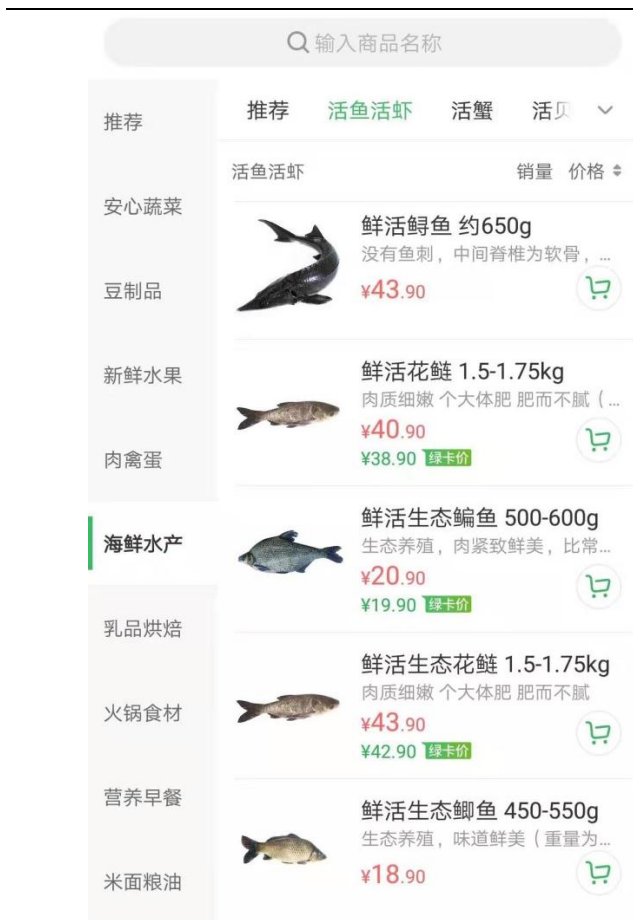
的高管创办了每日优鲜，主打“城市分选中心+社区配送中心”的物流体系，大大提高了生鲜配送的时效性，从传统次日达变成2小时内送达再到目前的1小时极速达，同时通过干线物流的集约化运输大幅降低了履约成本。短短四年时间，每日优鲜已经入驻全国20个城市，铺设1000多个前置仓，单仓面积150平米左右，2018年有望冲击100亿营收，并且率先宣布在一线城市实现前台盈利。早期每日优鲜采取的是精选SKU模式，但是目前每日优鲜APP上提供1小时极速达服务的SKU已经扩充至1523个，其中生鲜SKU 752个，未来每日优鲜还计划将SKU数量进一步扩充至3000个，基本接近一个社区生鲜超市的品类数量。根据彭博报道，公司创始人分享每日优鲜2016年营收5亿元，2017年30多亿元，2018年有望达100亿元。公司是生鲜新零售领域规模领先的龙头企业，2018年9月完成了4.5亿美元的D轮融资。前置仓领域的又一明星公司叮咚买菜创立于2017年5月，叮咚买菜在选品方面全面对标菜场，根据叮咚买菜APP显示，其SKU数为1915个，其中生鲜SKU 1075个，和每日优鲜相比叮咚买菜的蔬菜和豆制品种类更丰富，SKU为304个（每日优鲜219个），同时还供应各种活鱼活鲜，每日优鲜的鱼和海鲜类产品均为冻品。短短不到两年的时间，叮咚买菜已经在上海地区建设了200个前置仓，且单仓面积大于每日优鲜，介于200-300平米。根据快消品网报道，叮咚买菜目前日均订单量已达15万单，客单价50多元，意味着其单仓日单量在750单左右，我们估算2018年叮咚买菜营收近10亿元。从前置仓模式的经营特点来看，其选品与社区生鲜超市、菜市场类似，而前置仓模式的优势在于免费配送、价格优惠。

表 1: 每日优鲜和叮咚买菜信息汇总与经营数据对比

生鲜新零售模式	前置仓模式	
代表	每日优鲜	叮咚买菜
创立时间	2014.11	2017.5
布局城市	目前已进驻全国20个主要城市，在北京、上海、天津、深圳、杭州等城市拥有超过1000个前置仓	目前仅进驻上海1个城市，除崇明以外的上海区县全覆盖，接近3000个社区、100万个家庭，拥有200个前置仓
城市定位	以一线城市为主，逐步拓展发达二线城市	目前仅覆盖上海1个城市
单仓面积	100-150平米	200-300平米
单仓SKU	1523个（其中：生鲜752个）	1915个（其中：生鲜1075个）
配送时效性	下单后1小时内送达	下单后最快29分钟送达
客单价	75元（2017年数据，当时有起送费39元，预计目前略有下降）	50元+（2018年）
估算单仓日单量	平均360单	平均750单
营收规模	2017年营收30亿元， 2018年营收有望冲击100亿元	2018年12月日均订单达15万单，估算月营收过亿元，年营收约10亿元 2018年5月，获高榕资本Pre-A轮融资； 2018年7月，获达晨创投、红星美凯龙A轮融资； 2018年9月，获高榕资本A+轮融资； 2018年10月，获老虎基金、红杉资本中国、高榕资本、琥珀资本B轮融资； 2018年12月，获今日资本B+轮融资
融资情况	2018年9月，获高盛集团、腾讯产业共赢基金等数家投资机构的D轮融资，金额为4.5亿美元	

数据来源：亿欧，商业观察家，快消品网，天眼查，国泰君安证券研究

图 7: 叮咚买菜供应各类活鱼活鲜



数据来源: 叮咚买菜 APP

图 8: 每日优鲜鱼和海鲜均为冻品



数据来源: 每日优鲜 APP

门店到家模式品项最丰富, 线上 SKU 10000 个以上, 龙头公司客单价和日单量高于前置仓模式。门店到家是指线下商超基于门店提供到店和周边三公里的到家服务, 打通线上线下流量一体化运营。相比前置仓模式, 门店到家模式最显著的优势是能够提供更丰富的 SKU, 因此客单价更高, 劣势在于门店对区位的要求更高, 因此租金成本较高。门店到家模式最典型的代表企业是盒马鲜生, 2016 年第一家盒马鲜生面市, 以“超市+餐饮+30 分钟极速达服务”颠覆了传统超市的商业模型, 也再一次突破了生鲜新零售的边界。盒马鲜生单店 SKU 超过 1.2 万个, 并为 3 公里范围内的用户提供 30 分钟免费送达的服务, 开业 1.5 年以上成熟门店单店日均线上订单 1200 单, 线上销售占比超过 60%, 客单价接近 100 元, 日均营收超 80 万元, 坪效 5 万元, 是传统超市的 3 倍, 单店盈利能力出众, 截至目前, 盒马已经在全国 21 个城市开出 138 家门店。如果说盒马的基因就是新的基因, 那么传统企业新零售改造也不乏成功的案例, 阿里入股高鑫零售后, 高鑫零售逐步在其全部门店中接入淘鲜达服务。根据盒马发布的数据, 大润发运营 3 个月以上的淘鲜达店铺 (指被盒马模式改造、接入手机淘宝), 单店日均新增线上订单 1200 单以上, 单店月度销售额提升 10% 以上, 单店累计新增年轻顾客 2 万名, 根据草根调研我们估计淘鲜线上客单价在 65 元左右。

表 2: 盒马鲜生和高鑫零售淘鲜达信息汇总与经营数据对比

生鲜新零售模式	门店到家模式	
代表企业	盒马鲜生	高鑫零售淘鲜达
创立时间	2016.01	2017.4
布局城市	目前已进驻 21 个城市，开设 138 家门店，其中上海 26 家，北京 20 家，深圳 14 家，武汉 13 家，成都 11 家，西安 9 家，杭州 8 家，广州 7 家，贵阳 5 家，南京 4 家，苏州、南通、重庆、福州各 3 家，宁波、昆山各 2 家，海口、长沙、青岛、大连、无锡各 1 家	淘鲜达服务覆盖 220 多个城市，472 家门店，其中一二线城市占比 25%，三四五线城市占比 75%
城市定位	发达一二线城市为主	全国布局
单店面积	4000 平米	2 万平米（建筑面积）
单仓 SKU	12272 个	13718 个
配送时效性	下单后 30 分钟送达	下单后 1 小时内送达
客单价	成熟门店线上客单价预计约 90 元	最早接入门店线上客单价约 65 元
日单量	成熟门店日均 1200 单	单店日均新增线上订单 1200 单以上
营收规模	成熟门店日均营收超过 80 万元，估算盒马 2018 年营收 80 亿+	接入淘鲜达 3 个月以上的门店单店月度销售额提升 10% 以上，

数据来源：公司官网、公司公告、商业观察家、草根调研、国泰君安证券研究

社区拼团模式采取差异化选品和爆款策略，以社交流量和预售制为核心，成本结构优化，但 SKU 和客单价相对有限。微信聚集的庞大社交流量和小程序的出现成就了以拼多多为代表的去中心化的电商模式，社区拼团也因此蓬勃发展。基于 LBS（地理位置服务）定位熟人社交场景，通过招募的团长组织用户开展线上拼团活动，再经由平台将商品统一配送至团长处，最终由用户至团长处自提商品。社区拼团相比前置仓和门店到家模式，优势在于前期投入微乎其微，而团长所聚集的社交流量显著降低了平台的引流成本和履约成本。但是社区拼团模式 SKU 有限，导致客单价较低，另外依赖团长引流的模式进入门槛较低、稳定性较差。社区拼团模式起源于长沙，目前主战场也集中在二三线城市，多家社区拼团平台官方披露的总 SKU 数有上万种，但我们通过小程序下单的过程中发现单个团长提供的 SKU 数基本不超过 200 个，大部分只有几十个，选品以爆款生鲜产品为主，部分产品的定价非常有杀伤力。在食品用品方面，社区拼团主要选取网红品牌（非知名品牌），这一方面保证了产品价格的竞争力，另一方面提高了平台的盈利能力。从时效性来看，社区拼团采取预售模式，当日下单最快次日送达，产品价格极具竞争力，非常适合对价格敏感度较高但对时效要求不高的低线级城市消费者。

表 3：十荟团和你我您信息汇总与经营数据对比

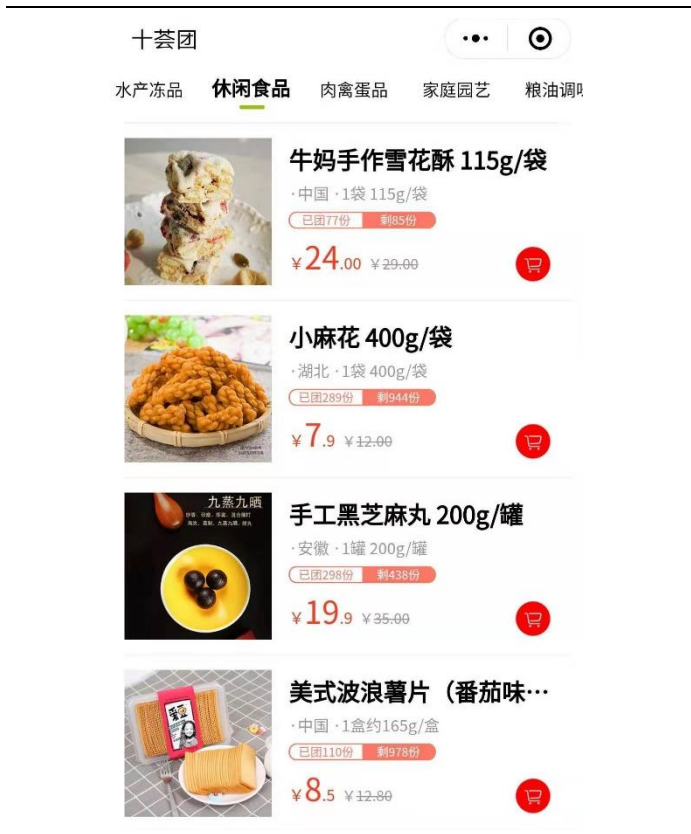
生鲜新零售模式	社区拼团模式	
代表企业	十荟团	你我您
创立时间	2018.2	2016.9
布局城市	目前已进驻 13 个城市，接近 15000 个小区；计划 2019 年覆盖 200 个城市，约 5 万个社区，服务 5000 万个家庭	目前已进驻 10 个省份，30 个城市，上万个小区，超过 500 万个家庭；计划 2019 年覆盖全国主要省份和城市，在全国 300 个地级市之间布局 60-100 个
城市定位	以二三线城市为主	以二三线城市为主，一线城市只布局了广州、深圳
品类结构	生鲜占 60%，其他品类包括日用品、化妆品、家居用品等	生鲜占 40%，其他品类包括日用品、化妆品、小家电等
单个团长 SKU	182 个（其中：生鲜 109 个，不同团长的 SKU 差异明显）	162 个（其中：生鲜 48 个，不同团长的 SKU 差异明显）

配送时效性	当日下单，次日送达	当日下单，次日送达
日单量	7-8 万单	10 万单
客单价	35-40 元	30-50 元
营收规模	估算年收入 10 亿+	估算年收入 10 亿+
融资	2018 年 8 月，获真格基金、启明创投、愉悦资本天使轮融资，金额为 1 亿人民币	2018 年 6 月，获 GGV 纪源资本 A 轮融资，金额为数千万人民币；2018 年 12 月，获民银资本 A+轮融资，金额为过亿人民币

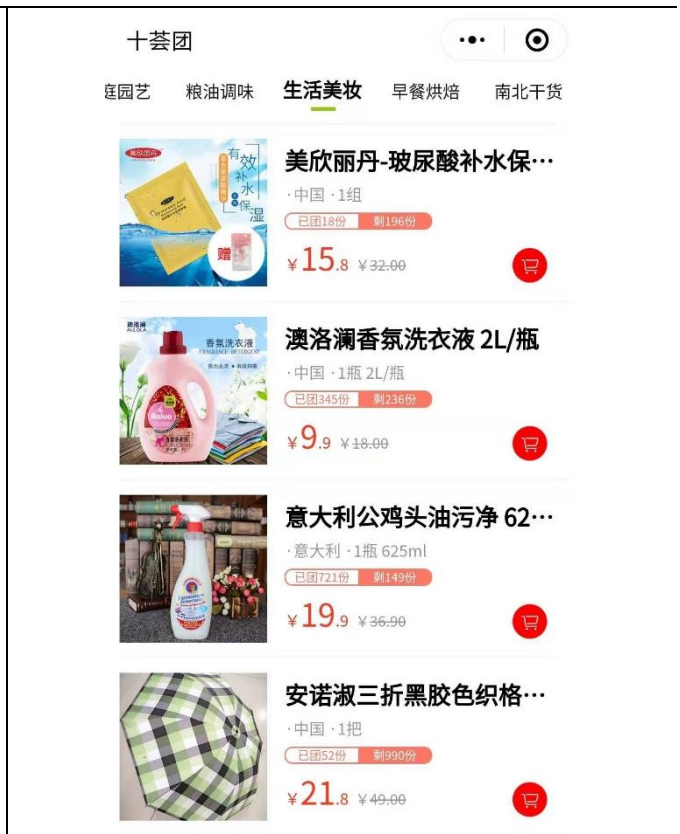
数据来源：亿欧动力网，社区拼团观察，简书，国泰君安证券研究

图 9：十荟团休闲食品以网红产品为主

图 10：十荟团美妆产品以非知名品牌为主



数据来源：十荟团小程序



数据来源：十荟团小程序

前置仓 VS 门店到家模式价格比较：每日优鲜、叮咚买菜和永辉的生鲜价格具备优势，高鑫和永辉的食品用品价格具备优势。我们分别比较了上海地区叮咚买菜、每日优鲜、高鑫零售、盒马鲜生和永辉超市 15 种生鲜产品的线上销售价格，每个产品统计价格最低的两个平台，结果显示每日优鲜、永辉超市、叮咚买菜具备价格优势的生鲜产品分别有 10 件、11 件、7 件，且明显低于高鑫与盒马同类产品的价格；我们又统计了 7 种食品用品的线上销售价格，每个产品仍然统计价格最低的两个平台，结果显示高鑫零售、永辉超市具备价格优势的食品用品分别为 5 件、4 件，且明显低于其他平台。盒马鲜生定位精品超市，其生鲜产品主要为预包装产品和进口商品，因此定价略高于其他平台。

表 4：永辉、每日优鲜、叮咚生鲜价格具备优势，高鑫、永辉食品用品价格具备优势（价格最低的两组标红）

单位: 元	上海（线上）				
	叮咚买菜	每日优鲜	高鑫零售	盒马鲜生	永辉超市
生鲜蔬果					
菲律宾香蕉/500g	6.0	6.9	9.9	9.2	5.9

请务必阅读正文之后的免责条款部分

海南千禧番茄/500g	10.9	7.9	11.0	15.9	8.9
四川椪柑/500g	9.4	5.9	10.9	9.9	7.8
泰国龙眼/500g	10.8	8.9	12.9	12.5	11.9
海南木瓜/500g	8.3	8.4	7.6	9.9	5.9
赣南脐橙/500g	5.5	7.4	6.2	6.4	5.9
墨西哥牛油果/个	8.5	5.0	7.8	13.9	6.9
大蒜/500g	7.5	9.9	10.0	6.3	4.6
生姜/500g	7.5	5.8	7.0	7.0	5.4
西兰花/500g	3.5	2.5	5.9	5.9	4.4
土豆/500g	2.2	1.2	4.9	6.8	2.4
胡萝卜/500g	2.9	1.5	3.3	2.9	2.2
西红柿/500g	5.5	2.8	7.4	6.8	5.9
菜心/500g	6.7	3.3	6.8	5.8	4.9
芹菜/500g	3.3	1.7	6.8	6.0	4.9
日用百货					
可口可乐/1.25L	6.8	5.9	5.4	6.5	5.5
乐事原味薯片/75g	6.9	6.9	5.9	6.5	5.5
思念速冻水饺/500g	12.8	11.8	4.9	11.9	7.9
韩国进口方便面/组	29.9	29.8	25.9	27.9	
李锦记生抽/500ml	8.5	9.9	7.8	7.2	10.8
海底捞火锅底料/220g	13.8	14.8	16.9	14.8	12.5
维达纸面巾/130抽	3.5	2.6	3.2	3.5	2.5

数据来源：APP 或小程序，国泰君安证券研究（备注：生鲜选取相近品种，但无法确保完全一致）

社区拼团 VS 门店到家模式价格比较：社区拼团生鲜价格优势明显，食品用品采取差异化竞争策略。我们分别比较了重庆地区十荟团、你我您、高鑫零售、盒马鲜生和永辉超市 15 种生鲜产品的线上销售价格，每个产品统计价格最低的两个平台，结果显示十荟团、你我您、永辉具备价格优势的生鲜产品分别有 11 件、8 件、8 件，且明显低于高鑫与盒马同类商品的价格；我们又统计了 7 种食品用品的线上销售价格，每个产品仍然统计价格最低的两个平台，结果显示高鑫零售、永辉超市具备价格优势的食品用品分别为 5 件、4 件。社区拼团平台食品用品多为网红品牌和非主流品牌，盒马鲜生的食品用品中自有品牌和进口商品较多，因此可比性不强。

表 5：社区拼团生鲜价格优势明显，食品用品采取差异化选品策略（价格最低的两组标红）

单位：元	重庆（线上）				
	十荟团	你我您	高鑫零售	盒马鲜生	永辉超市
生鲜蔬果					
菲律宾香蕉/500g	4.9		7.8	8.4	4.8
海南千禧番茄/500g	9.9	7.8	16.3	12.9	7.9
四川椪柑/500g	4.9	4.8	9.8	7.9	7.7
泰国龙眼/500g	9.9		7.0	10.9	10.9
海南木瓜/500g	8.4	4.9	4.9	9.1	9.1
赣南脐橙/500g	3.3	2.9	7.8	7.9	7.5
墨西哥牛油果/个	5.9		9.4	7.9	7.8
大蒜/500g	6.1		4.7	7.2	4.6
生姜/500g	6.1		6.8	9.6	6.6
西兰花/500g	4.0		6.8	8.2	4.6
土豆/500g		1.2	2.8	3.5	2.0
胡萝卜/500g		1.9	2.0	2.9	2.3

西红柿/500g	4.0	3.6	8.5	6.9	5.8
菜心/500g	1.7	4.0	4.8	6.5	3.7
芹菜/500g	2.0	2.1	8.5	5.9	3.9
日用百货					
可口可乐/1.25L			4.7	5.8	3.3
乐事原味薯片/75g			5.2	6.6	6.2
思念速冻水饺/500g	6.9	6.5	5.7	5.9	4.9
韩国进口方便面/组	24.0			31.2	
李锦记生抽/500ml		5.8	7.7	8.5	8.5
海底捞火锅底料/220g			19.2	14.5	
维达纸面巾/130抽			3.0	3.9	3.3
泰国进口面膜/盒	39.9	33.8			

数据来源：APP 或小程序，国泰君安证券研究（备注：生鲜选取相近品种，但无法确保完全一致）

3. 社区拼团、前置仓、门店到家盈利模式对比

生鲜电商起源于 2005 年，历经数次沉浮依然没有探索出成熟稳定的商业模式，究其原因一方面是引流成本和物流成本高企，生鲜本身的低毛利率不足以覆盖高昂的成本；另一方面是次日达难以满足生鲜及时高频的消费需求。但生鲜数万亿的市场空间和极低的电商渗透率使其备受资本青睐，因此，在降低成本、优化体验的驱动下，生鲜新零售经历了从纯电商到前置仓再到社区拼团的不断演进：

前置仓模式能否盈利主要取决于订单密度和客单价。总体来说，前置仓模式的盈利机制尚不明朗，除了每日优鲜在 2017 年宣布其单月营收突破 2.8 亿元，月订单量 300 万单，一线城市全面盈利以外，尚未有其他企业宣布盈利。综合快消品网、商业观察家和亿欧的报道，叮咚买菜目前在上海已有 200 个前置仓，单仓面积 200-300 平米，总体日单量约 15 万单，意味着单仓日单量 750 单左右，客单价 55 元，对应单仓月销售额 124 万元。我们估算单仓拣货员需要 8 人，配送员 15 人，根据叮咚买菜的招聘广告，拣货员和配送员的平均工资为 6000 元/月和 11000 元/月，由此计算出人力成本为 21.3 万元/月。叮咚买菜尚未披露毛利率，但根据其和高鑫零售、永辉超市等的比价情况，我们假设其生鲜毛利率 25%，损耗率 5%，食百毛利率 30%，生鲜收入占比 60%，则对应综合毛利率为 24%（扣损）。租金成本参考 58 同城上海地区仓库平均租金水平 3 元/平米/天，则租金费用率为 1.82%。叮咚买菜为新人活动提供满 59-30 元的优惠活动，同时还有老客户满 59-6 元和满 79-10 元等活动，我们假设其拉新和营销费用占总营收的 7%，参考超市平均水平假设其物流费用率为 3%，那么目前叮咚买菜仍处于亏损状态。在其他条件不变且不考虑总部费用的情况下，单仓日单量达到 1100 单即可实现扭亏为盈。每日优鲜 2018 年营收接近 100 亿元，拥有前置仓 1000 个，2017 年每日优鲜曾公布其客单价已达 75 元（当时起送费为 39 元），而现在受竞争对手的影响每日优鲜已取消起送费，因此我们估算其客单价略有下降至 65 元，对应单仓日单量 400 单左右。每日优鲜采取微仓合伙人的模式，合伙人负责微仓的运营和配送，承担相关的人力成本和管理成本，每日优鲜负责微仓的建设成本和固定资产投入，每个微仓月收入 1-2 万元，按照每个微仓招募 10 个配送员，月平均工资 9000 元计算，每日优鲜的人

力成本低于叮咚买菜，为 14%。假设其生鲜毛利率 23%，损耗率 3%（每日优鲜活鲜占比小），食百毛利率 30%，生鲜收入占比 50%，则对应综合毛利率为 25%（扣损）。租金水平 3 元/平米/天，则租金费用率为 1.44%。每日优鲜为新人活动提供满 59-20 元的优惠活动，老客还有半价菜市场等优惠活动，我们假设其拉新和促销费用占总营收的 6%，参考超市平均水平假设其物流费用率为 3%，那么在不考虑总部费用的情况下每日优鲜已经实现前台盈利，但考虑到每日优鲜总部有 3000 名员工，按照人均工资 5000 元计算，总部人力成本为 2%，再加上城市物流中心建设成本的摊销和运营费用等，我们预计每日优鲜公司整体仍处于亏损状态，未来能否实现整体盈利主要取决于订单密度和总体的营收规模。

表 6：前置仓模式公司盈利模型估算

公司名称	叮咚买菜	每日优鲜
单仓销售额（万元/月）	124	78
单仓面积（平米）	300	125
客单价	50 元+（2018 年）	75 元（2017 年，当时有起送费 39 元）
单仓日单量	750	400
综合毛利率	24%	25%
损耗率（生鲜）	5%	3%
前置仓投资成本（万元）	20	10
折旧摊销（万元/月）	0.33	0.17
折旧摊销费用率	0.27%	0.21%
租金成本	3 元/平米/天	3 元/平米/天
租金费用率	1.82%	1.44%
人工成本	8 拣货员+15 配送员	微仓外包给合伙人+10 名配送员
人工费用率（包含配送）	17.21%	14.10%
物流费用率	3%	3%
营销费用率（拉新+促销）	7%	6%
前台净利率	-5.30%	0.18%

数据来源：亿欧动力网，社区拼团观察，简书，商业观察家，国泰君安证券研究

门店到家模式的盈利情况因人而异，能否盈利主要取决于客单价、毛利率和引流成本。从我们分析的重点公司来看，门店到家模式的盈利能力略强于前置仓模式，主要在于其客单价和综合毛利率更高。以盒马鲜生为例，根据盒马在阿里投资者大会上披露的信息，运营 1.5 年以上的盒马鲜生门店，单店坪效超过 5 万元，单店日均销售额达到 80 万元，线上销售占比超过 60%。根据我们草根调研收集的信息，盒马线上客单价约为 90 元，由于进口商品、海鲜和自有品牌占比更高，因此毛利率可达 30%，按照每单 7 元的配送费计算其配送成本为 8%，盒马单店员工数量（不包含配送员）约为 170 人，按照人均工资 6000 元/月计算，人工费用率为 4.2%，根据 58 同城盒马门店周边租金水平为 4.5 元/平米/天，对应租金成本为 3%，单店设备投入约为 2000 万元，折旧摊销费用率为 1%，假设盒马拉新和促销费用占其总收入的 4%，不考虑后台费用，其净利率高达 7.5%。而同样是阿里系的高鑫零售，其最早接入淘鲜达的门店线上订单可达 1200 单/天，根据草根调研，其客单价约为 65 元，毛利率 22%-23%，以每单配送费 7 元计算的配送成本为 10.8%。假设其向淘鲜达支付的平台费用率为 3%，由于淘鲜达自带手机淘宝端的流量，因此

预计高鑫零售额外承担的拉新和营销费用率将低于其他平台，假设为2%，再考虑拣货、门店租金分摊和设备摊销等成本，高鑫零售淘鲜达目前预计为微亏状态。随着客单价和毛利率的进一步提升，有望实现扭亏。

表 7：门店到家模式公司盈利模型估算

	盒马鲜生（成熟门店）	高鑫零售淘鲜达（最早接入门店）
客单价	90	65
日单量	4500-5000	1200
商品毛利率（前台+后台）	30%	22.5%
配送费（元/单）	7	7
配送费用率	7.8%	10.8%
平台使用费	0.0%	3.0%
折旧摊销费用率	1.0%	2.5%
门店租金分摊费用率	3.0%	1.0%
人工费用率	4.2%	4.0%
营销费用率	4%	2.0%
前台净利率	7.5%	-0.7%

数据来源：阿里投资者大会，商业观察家，国泰君安证券研究

社区拼团的盈利模式相对清晰，龙头企业毛利率 25%-30%，净利率 3%左右。相对前置仓和门店到家模式，社区拼团总体的盈利能力最强，究其原因一方面是差异化的选品和预售制既保证了较高的毛利率，也降低了物流成本和损耗率，另一方面是依靠团长的社交关系组织销售明显降低了引流成本，因此包括你我您、食享会、十荟团等社区拼团企业都曾公开表示已经取得区域市场盈利或盈亏平衡：（1）根据零售老板内参和 36 氪的报道，食享会布局了以长三角为主、覆盖全国的 50 多个城市，拥有团长近 2 万人，月销售额达到 1 亿元，目前客单价约为 30 元，毛利率 28%，成本中团长的佣金费用率为 12%，仓配成本 4.5%，其中配送 1.5%，平均每件配送成本仅为 0.5 元（城市仓到社区）。公司员工 700 人，其中负责仓配体系的人员数量居多，城市仓和城市物流自营，按照平均工资 4000 元/月估算，人力成本约为 2.8%，销售费用率 5%，再扣除 25% 所得税，净利率为 2.8%。（2）根据亿邦动力网的报道，社区拼团企业十荟团目前在 13 个城市接近 15000 个小区开团，日均订单 7-8 万单，其毛利率为 25%-30%，成本中佣金费用率为 11%，营销费用率和物流费用率分别为 5%，由于规模相似，我们假设其员工数量和食享会持平为 700 人，按照平均工资 4000 元/月测算出人力成本为 3.1%，扣除 25% 所得税后净利率为 2.6%。根据十荟团的发展经验，基本上一个城市达到 500 万元/月的销售额就可以达到盈亏平衡。

表 8：社区拼团企业盈利模型估算

公司名称	食享会	十荟团
品类和 SKU	生鲜占比 40%，生鲜食材、休闲零食、美妆个护、家居用品	生鲜占比 60%，果蔬、生鲜和家居用品
单日订单量	10-11w	7-8w
单日销售额	300-350w	300w
客单价	30 元	30-50 元
毛利率	28%	25%-30%

佣金费用率	12%	11%
营销费用率	5%	5%
物流费用率	4.5%	5%
估算人工费用率	2.8%	3.1%
估算净利率	2.8%	2.6%

数据来源：36氪，零售老板内参，亿邦动力网，国泰君安证券研究

4. 投资建议

投资建议：生鲜新零售快速发展，不同模式客群差异明显，传统商超加快线上线下融合。前置仓主要面向一二线城市时间敏感度较高、价格敏感度较低的年轻消费者，和大卖场主流消费群体差异明显，配送体验好但产品丰富度少于超市，传统超市正通过接入到家服务覆盖更多年轻消费者。社区拼团主要面向低线城市时间敏感度较低、价格敏感度较高的消费者，通过预售制+爆款模式实现了较好的盈利能力，但品项和时效性有限。传统商超正通过到家和拼团服务覆盖更多年轻消费者，在SKU、价格、时效性等方面具备优势，综合体验较好。**建议增持：永辉超市、家家悦、步步高，受益标的：高鑫零售。**

表 9: 重点公司盈利预测与投资建议 (数据至 2019.3.16, 高鑫零售为 WIND 一致预测, 其余为国泰君安预测)

公司代码	公司名称	股价	EPS			PE			PS	投资评级
			2018E	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E	
601933.SH	永辉超市	8.31	0.17	0.26	0.33	49	32	25	0.95	增持
603708.SH	家家悦	22.75	0.86	1.03	1.35	26	22	17	0.68	增持
002251.SZ	步步高	9.29	0.19	0.26	0.33	49	36	28	0.34	增持
6808.HK	高鑫零售	7.11	0.27	0.29	0.33	26	25	22	0.61	--

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

5. 风险提示

- 1、竞争加剧导致盈利能力下滑；
- 2、经济增速下行抑制消费；
- 3、CPI 下滑拖累同店增速等。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		